

## A közszféra szerepe az informális kockázatitőke-piac ösztönzésében\*

Kosztópulosz Andreász\*\*

*Noha elvitathatatlan a növekedni képes, innovatív kisvállalkozások szerepe a munkahelyteremtésben, az innovációban és a vállalkozói kultúra erősítésében, máig megoldatlan kérdés a növekedésük útjában álló finanszírozási akadályok lebontása. Fejlődésük korai szakaszában e vállalkozások szűkös pénzügyi mozgásterét az okozza, hogy az alapító és családtagjainak, barátainak forrásai már nem elegendőek, a kockázatitőke-intézmények pénzei és a kereskedelmi banki hitelek pedig még nem elérhetőek számukra. A továbbfejlődéshez szükséges tőke és tudás megszerzésének kulcsát az üzleti angyalok jelenthetik, akik az informális (azaz nem intézményesült) kockázatitőke-piac kínálatoldali szereplői. A közszféra szerepvállalása jelentős mértékben segítheti ezen kockázatitőke-piaci szegmens élénk és hatékony működését.*

*Tanulmányunkban áttekintjük a beavatkozási lehetőségek három fő területét: az informális kockázati tőke kínálatának ösztönzését, a keresleti oldal fejlesztését illetve a piaci hatékonyság növelését, illetve javaslatokat fogalmazunk meg a hazai piac fejlesztése érdekében.*

*Kulcsszavak: informális kockázati tőke, üzleti angyalok, állami szerepvállalás, üzletiangyal-hálózatok*

### 1. Bevezetés

A már működő és növekedni képes, a „magvető” finanszírozást igénylő illetve az induló kisvállalkozások a leggyakrabban nem képesek innovatív üzleti elképzeléseiket saját forrásból: korábban felhalmozott személyes (vagy a családtól, ismerőseiktől származó) megtakarításokból, illetőleg a vállalkozás ki nem vont tartalékaiból finanszírozni. Ezek az üzleti elképzelések pedig a vállalkozások igen számottevő része esetében csak hosszabb távon biztosítják a jövedelemtermelő képesség olyan arányú növekedését, ami – hitel felvétele esetén – már megteremti a bevont külső tőke visszafizetésének forrását. Amíg a jövedelemtermelő képesség nem éri el ezt a szintet, addig a hitellel járó adósságszolgálat teljesítése elviselhetetlenül nagy finansziális terhet jelent a vállalkozások számára.<sup>1</sup>

Elvileg, a kockázatitőke-finanszírozást nyújtó cégek, alapok azok a szereplői az üzleti világnak, akik arra szakosodtak, hogy felvállalják a hosszabb távú tőkefinanszírozás magas

---

\* A tanulmány átdolgozott és kibővített változata a Közgazdasági Szemlében Makra Zsolt társszerzővel közösen publikált cikk (Makra–Kosztópulosz 2004) állami szerepvállalásról szóló alfejezetének.

\*\* Kosztópulosz Andreász, egyetemi adjunktus, SZTE Gazdaságtudományi Kar, Pénzügyek és Nemzetközi Gazdasági Kapcsolatok Intézete (Szeged)

<sup>1</sup> A hosszabb lejáratú hitelek esetén emiatt engednek türelmi időt, mely alatt az adósságszolgálat csupán a kamatok megfizetésére korlátozódik. A hosszú lejáratú hiteleknek azonban – ha lehet – még szűkösebb a kínálata ezen vállalkozások számára.

kockázatát. A statisztikák fényében azonban látni kell, hogy ezek az intézmények nem elsősorban a kisebb, és főként nem a magvető illetve az induló szakaszban lévő vállalkozások felé orientálódnak, hanem tendenciózusan az érettebb vállalkozások kisebb kockázattal járó finanszírozását és – méretgazdaságossági okokból – a nagyobb összegű befektetéseket részesítik előnyben.

Léteznek azonban a tőkebefektetések piacán olyan, nem intézményi szereplők, akikről inkább várható, hogy megoldják a fejlődésük korai szakaszában lévő, illetve kisebb befektetést igénylő vállalkozások tőkeproblémáit. Ezeket a szereplőket hívjuk *üzleti angyaloknak*<sup>2</sup>, de a szakirodalomban – általában szinonim jelentéssel – széles körben használt az *informális kockázatitőke-befektető* elnevezés is. Véleményünk szerint szinonim értelmezés helyett sok esetben termékenyebb lehet az a megközelítés, mely szerint az üzleti angyalok tulajdonképpen az informális kockázatitőke-befektetők *elitjének* tekinthetők, azaz megadható a fogalom egy szűkebb és egy tágabb (megengedőbb) változata egyaránt. *Szűkebb értelemben* az üzleti angyalok olyan (általában vagyonosabb és tapasztalt) magánszemélyek, akik közvetlen módon nyújtanak tőkealapú finanszírozást és szellemi tőkét új és növekvő, tőzsdén nem jegyzett vállalkozásoknak, amelyekkel azt megelőzően nem álltak családi és tulajdonosi kapcsolatban. Ehhez a szűkebb megközelítéshez az üzleti angyal elnevezés illik leginkább. Ezzel szemben a „megengedőbb” meghatározás szerint – amely az informális befektetők elnevezéséhez áll közelebb – az informális kockázati tőkések olyan nem intézményi befektetők, akik pénzügyi forrásokat nyújtanak tőzsdén kívüli vállalkozások számára (Makra–Kosztopolosz 2004).<sup>3</sup>

Az üzleti angyalok számára, akik saját magánvagyonukból fektetnek be tőkét, sokkal inkább elfogadható befektetési célpont a legkisebb vállalkozások köre, hiszen ezek tőkeigénye viszonylag alacsony ahhoz, hogy az intézményesült kockázati tőke rentábilisan foglalkozhasson velük. Mivel az üzleti angyal-befektetők személyesen és anyagilag érdekeltek abban, hogy bekapcsolódásukkal hozzájáruljanak a vállalkozás sikeréhez, ennél fogva egyfajta vállalkozásfejlesztő, inkubátor szerepet is betölthetnek. Így tehát az üzleti angyalok kiegészítik a „hivatásos” kockázati tőke iparág tevékenységét azért, hogy a kockázati tőke működési területét kiterjesszék, és tapasztalatok szerint az informális kockázati tőke sikeres közreműködésével a finanszírozott vállalkozás elérhet a fejlődés olyan fokára, ahol már a kockázatitőke-szervezeteknek is megéri „beszállni” a cégbe. Az üzleti angyalok által végzett befektetési tevékenység tehát képes lehet áthidalni a család és barátok megtakarításai és a bankok, intézményi kockázati tőke között tátongó *tőkeszakadékot*.

Számítások és becslések szerint az informális kockázati tőke a fejlett országokban jelentékeny szerephez jut a kisvállalkozásokba irányuló külső tőkebefektetések terén, sőt, egyre többen érvelnek amellett, hogy egy aktív vállalkozói teljesítményre épülő, „életerős” gazdaság számára *nélkülözhetetlen* az élénk és hatékonyan működő informális kockázatitőke-piac. Ugyanakkor számos jel utal arra, hogy az informális befektetőkben rejlő potenciál kihasználatlan (Osman 1998). Abban is egyetértés mutatkozik, hogy a közszféra kezdemé-

<sup>2</sup> Valójában az angyal elnevezés eredetileg a századfordulón használták a Broadway produkciói mögött álló gazdag csendestársak megjelölésére, akik hajlandóak voltak a színházi darabok bukásának kockázatát felvállalva a finanszírozásba beszállni. Hazánkban a „gazdag nagybácsi”, illetve a „pénzember” kifejezések élnek a köztudatban. Az ismerősen csengő tőkéstárs vagy csendestárs elnevezések pedig arra utalnak, hogy ez a befektetési forma része a magyar finanszírozási kultúrának (Kosztopolosz 2004b).

<sup>3</sup> Jelen tanulmányban alapvetően a befektetők szűkebb csoportjára koncentrálunk, és az informális befektető kifejezést az üzleti angyal szinonimájaként használjuk.

nyezései nagymértékben hozzájárulhatnak egy jól működő tőkepiac kifejlődéséhez (Kosztopoulosz 2004a), beleértve az informális kockázati tőke piacának keresleti és kínálati oldalát egyaránt. A tőkepiacok allokációs hatékonyságának javulása és a vállalkozói kultúra fejlődése egy egymást erősítő és szinergiákkal „tarkított” folyamatot indít el, mivel a sikeres vállalkozók később maguk is forrásokkal láthatják el a befektetések piacát, hozzájárulva a további fejlődéshez, és támogatva újabb vállalkozások elindulását. A kisösszegű finanszírozási források elérhetőségének javulása továbbá növeli a kisvállalkozások túlélési esélyeit, és pozitív hatást gyakorol a gazdasági növekedésre, a foglalkoztatottságra és az innovativitásra. Alapvetően ezek az indokok motiválhatják az államot, hogy részt vállaljon az informális kockázatitőke-piac fejlesztésében.

Vannak természetesen ellenzői is az állami szerepvállalás politikájának: Lerner (1998) az informális kockázatitőke-befektetések *kínálatának* állami ösztönzése ellen érvel. Elképzelhetőnek tartja, hogy a piac professzionális szereplői, a kockázati tőkések azért kerülnek el a kis összegű, korai életszakaszban történő befektetéseket, mert azok egyszerűen *nem jövedelmezőek* (a tranzakciók magas költségekkel járnak, vagy, mert a kisebb tőkeerejű cégek nem kecsegtetnek kedvező kilátásokkal, kockázatosabbak). Ezt a kijelentést az első ízben nyilvános részvénykibocsátást (IPO) végrehajtó cégek részvényein hosszabb távon elérhető hozamok elemzésével igyekszik alátámasztani. Kutatása szerint azoknál az IPO-knál, ahol korábban intézményi kockázatitőke-finanszírozás történt, az elért hozamok felülműlják az egyéb IPO-kon elért hozamokat, így azokét is, ahol a háttérben magánbefektetők voltak. Erre alapozza azon véleményét, mely szerint a magánszemélyek kis összegű befektetések végrehajtására való ösztönzése a hatékonysággal ellentétes eredményre vezet, és társadalmi veszteségeket okoz, amennyiben a pénzügyi megtérülés nem kielégítő, és a finanszírozott vállalkozás nem életképes. Lerner álláspontja szerint a források allokálását a korai életszakaszba történő kis összegű befektetésekhöz a piaci erőknél kell megoldani.

Ha azonban elfogadjuk, hogy az üzleti angyalok képesek befektetéseiket kisebb relatív tranzakciós költség mellett végrehajtani a kockázatkezelés egyéni formáját megvalósítva<sup>4</sup>, illetve a pénzben mérhető hozam mellett más tényezők is motiválják befektetési döntéseiket<sup>5</sup>, akkor *éppen* az üzleti angyalok lehetnek azok a szereplők, akik képesek lehetnek betölteni a legkisebb vállalkozásokat sújtó finanszírozási űrt. Mason és Harrison (2002) empirikus eredményei arról tanúskodnak, hogy az üzleti angyaloknak a klasszikus kockázati tőke-befektetéseket végző alapokhoz viszonyítva szignifikánsan kevesebb olyan befektetésük van, amely veszteséget generál, és befektetéseik jelentős része hozza vissza a befektetett összeget vagy eredményez átlagos megtérülést. Ez az eredmény összhangban van Benjamin és Margulis (1996) azon érvelésével, miszerint az üzleti angyalok inkább azzal törődnek, hogy elkerüljék a rossz befektetéseket, semmint azzal, hogy megtalálják az igazi nyerteseket. Mindez pedig azt mutatja, hogy a magánszemélyek befektetési tevékenysége *nem feltétlenül* okoz társadalmi veszteségeket. Ráadásul, egy olyan országban, ahol a kockázatitőke-piac – különösen annak informális szegmense – fejletlen, a kínálati oldal állami ösztönzése megadhatja a kezdőlökést a fejlődés útján egy önjáró informális kockázatitőke-piac

<sup>4</sup> A kockázatkezelés speciális módját jelenthetik az aktív közreműködés a finanszírozott vállalkozás fejlesztésében, a vállalkozói vagy szakmai műlra támaszkodó üzleti megérzések, illetve az emberismeret felhasználása a befektetési döntés meghozatala során (Van Osnabrugge 2000, Mason–Harrison 2002, 2004).

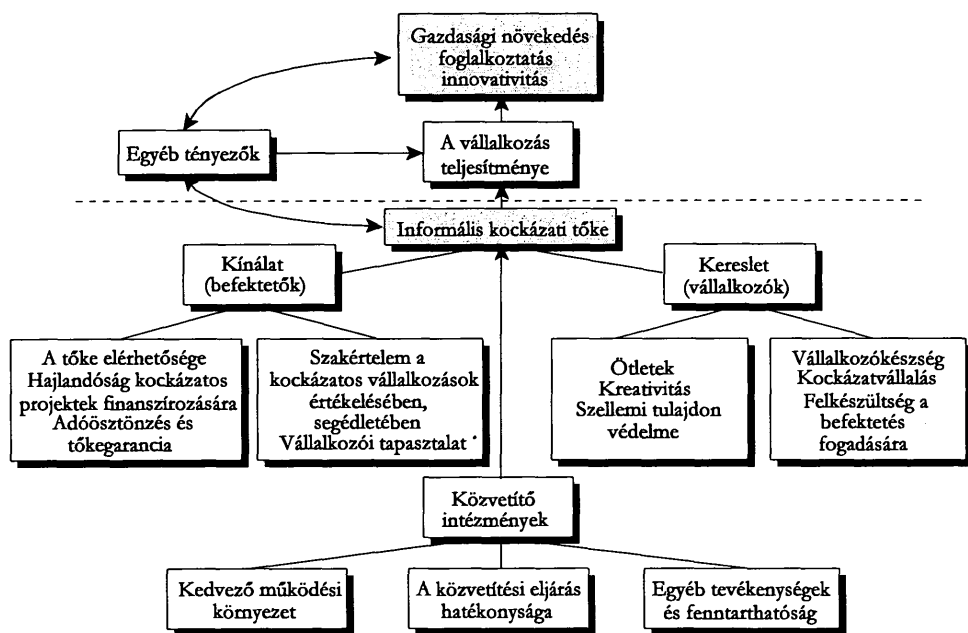
<sup>5</sup> Sullivan és Miller (1996) az üzleti angyalok befektetéseinek háttérében hedonista és altruista motivációkat tárt fel, Osman (1998) is kiemeli, hogy indítékuk nem mindig csak a pénz.

kialakulásához. Természetesen nem lehet eléggé hangsúlyozni, hogy *legalább ennyire* fontos a keresleti oldal fejlesztése, illetve a piac hatékonyabb működésének elősegítése is.

Egy élénken működő informális kockázatitőke-piac kialakulásának van néhány olyan előfeltétele, amelyeket a beavatkozás sikeressége érdekében szem előtt kell tartani:

- a kockázatitőke-finanszírozás gyakorlata közismert és megszokott az üzleti életben
- megfelelő számban léteznek ígéretes befektetési lehetőségek
- a vállalkozók aktívan kutatnak kockázatitőke-befektető után
- létezik elegendő befektető
- az informális kockázatitőke-befektetés jövedelmező befektetési forma
- a kereslet és a kínálat képes egymásra találni (Lumme és szerzőtársai 1998).

1. ábra. Az informális kockázatitőke-piac szerepe, ösztönzésének lehetőségei



Forrás: Makra–Kosztopolosz (2004, 722. o.)

A fenti előfeltételek tükrében a kormányzati beavatkozás *három fő területre* irányulhat: egyfelől növelheti az informális kockázati tőke kínálatát, másfelől fejlesztheti a keresleti oldalt, hogy megfelelő számú ígéretes és a befektetők számára vonzóan kidolgozott projektjavaslat szülessen és gyarapodjék a befektetések fogadására alkalmas vállalkozások száma. Végül a kormányzat szerepet vállalhat a piaci hatékonyság növelésében azáltal, hogy támogatást nyújt közvetítő intézmények – üzleti hálózatok – létrehozásához és működtetéséhez. A beavatkozás három célterületét és a piaci szereplők közötti fontosabb összefüggéseket szemlélteti az 1. ábra.

## 2. Beavatkozási lehetőségek az informális kockázati-tőke-piac kínálati oldalán

A *kínálatorientált politika* célja legtagabb értelemben olyan befektetési környezet kialakítása, amely ösztönzi a magánszemélyek közvetlen tőkebefektetéseit. Egy ilyen befektetési környezetet – többek között – az is jellemez, hogy a kellő mértékben jutalmazza a kockázatvállalási hajlandóságot – de legalábbis nem bünteti azt például magas adókulcsokkal (Baygan–Freundenberg 2000). Ide sorolhatjuk azokat az intézkedéseket is, amelyek a tőkepiac kínálatoldali szereplői közötti együttműködések kialakulását vagy élenkebbé válását katalizálják.

### 2.1. Ösztönző befektetési környezet kialakítása

Ha a hitellel történő finanszírozás mellett egy adott ország finanszírozási kultúrájában a tőkebefektetések is jelentékeny szerephez jutnak, az vitathatatlanul segíti a vállalkozások indulását. Egy ilyen *finanszírozási kultúra* több elemből áll. Először is azt feltételezi, hogy a magán- és intézményi befektetők hajlandók legyenek vállalni a tőkebefektetésekre jellemző kockázatokat és hozamokat, és rendelkezzenek az ehhez szükséges anyagi háttérrel, vagyonnal. Ezzel összefüggésben nagy szerepe lehet a befektetési és nyugdíjalapokat érintő szabályozásnak. Másodszor: elengedhetetlenül fontosak a nagy és likvid részvénytőkepiacok, és az alacsony díjú brókeri szolgáltatások, amelyek ösztönözhetik a tőkebefektetéseket. A hatékonyan és átláthatóan működő tőzsdék ugyanis erősítik a bizalmat, az alacsony közvetítői jutalékok pedig megkönnyítik a beszállást és a kilépést. Végül szükséges egy eleven kockázati-tőke-piac, ahol az üzleti angyalok és az intézményi kockázati-tőke-befektetők forrásokkal látják el a gyors növekedésre képes vállalkozásokat. A könnyebb tőkéhez jutás eredményeként a sikeres vállalkozások rendszeresen részvénykibocsátásokat és tőkeemeléseket hajthatnak végre, ezáltal biztosítva, hogy a részvénytőkepiacokon állandó legyen az új részvények kínálata. Az a reményteli kilátás, hogy a befektető egy eredményes tőzsdéi bevezetés útján vonhatja ki tőkéjét, alapvető ösztönző erőt jelent a kockázatos, induló vállalkozásokba történő befektetések elterjedéséhez (EC 2003). Egy ilyen finanszírozási kultúra elterjesztésében nagy szerep hárulhat a közszféra tevékenységére is.<sup>6</sup>

Nem válhatnak a finanszírozási kultúra részévé az üzletiangel-típusú befektetések, ha nincsenek a piacon otthonosan mozgó, aktív befektetők. Az üzletiangel-befektetésekre rendelkezésre álló tőkekínálat bővítése leginkább népszerűsítő programokkal, a potenciális üzleti angyalok számára szervezett képzésekkel illetve különféle üzletiangel-szindikátusok létrejöttének ösztönzésével képzelhető el.<sup>7</sup>

A francia üzletiangel-hálózat „*Üzletiangel-iskola*” nevű kezdeményezésének az a célja, hogy a befektetők körében ismereteket terjesszen, illetve új befektetőket toborozzon azáltal, hogy jó minőségű képzéseket nyújt számukra. A programban olyan témákkal foglalkoznak, mint a tipikus angel profiljának megajzólása, az üzleti angyalok elvárásainak feltárása a preferált befektetési időtávval, a hozammal és a kiszállással kapcsolatosan, vagy

<sup>6</sup> Az Európai Unió szintjén egy ilyen kezdeményezésnek tekinthető az 1998-ban elfogadott és 2003 végén lezárult Kockázati-tőke Akcióterv (Risk Capital Action Plan), amely program az európai kockázati-tőke-piac fejlesztésében mérőkövetőnek számít (kosztópulosz 2004a).

<sup>7</sup> Ezen programok kialakításában, megszervezésében és lebonyolításában fontos szerep hárulhat az informális kockázati-tőke-piacon működő közvetítő intézményekre, az ún. üzletiangel-hálózatokra, melyekkel részletesebben foglalkozunk a 4. fejezetben.

az üzleti angyalok helyzetének bemutatása egy vállalkozás finanszírozása során. A képzésben résztvevők megismerkednek az üzletiangel-befektetés menetével (beleértve a szabályozás és adózás vonatkozásában felmerülő szempontokat), feltérképezik a lehetséges konfliktushelyzeteket. Az XIP<sup>8</sup>, a magánbefektetők katalán hálózata és a Barcelonában található IESE Business School is létrehozott egy üzletiangel-iskolát, ahol a képzések mellett lehetőség van az információk és tapasztalatok cseréjére is. A programot az IESE oktatói irányítják, ennek keretében külső előadók, így például vállalkozók prezentációi is elhangzanak (EC 2003).

A potenciális üzleti angyalok sok esetben azért ódzkodnak a befektetéstől, mivel úgy érzik, nincs elegendő tapasztalatuk ezen az átlagosnál ingoványosabb üzleti terepen. Az effajta idegenkedés legyőzésére hasznos módszer lehet a *befektetői szindikátusokban* való részvétel, ahol több-kevesebb tapasztalattal rendelkező befektetők valódi projektekben a gyakorlatban próbálhatják ki magukat – megosztva a kockázatokat. Ennek során persze egymásra is hatnak, tanulnak egymástól. Az angyalok szindikátusba szervezésével elérhető az is, hogy olyan iparágakba fektessenek be, amelyekben eddig nem szereztek tapasztalatot; vagy az általuk legjobban ismert földrajzi területeken és piacokon túl is vállalkozzanak befektetésre. Sok tekintetben az üzletiangel-szindikátusok jelentik a legjobb terepét a gyakorlati tudás átadásának a tapasztaltabb befektetők részéről a kevésbé tapasztaltak számára (Lumme és szerzőtársai 1998, EC 2003).

## 2.2. Az adórendszeren keresztül érvényesített ösztönzési lehetőségek

Az *adórendszer* közvetlen hatást gyakorol a kockázatitőke-befektetések vonzerejére, mivel befolyásolja a befektetés tényleges hozamát. Az üzleti angyalok magánszemélyként fektetnek be, így számukra alapesetben a leglényegesebb adónem a magánszemélyek tőkejövedelme után fizetendő adó.<sup>9</sup> Ha az induló vállalkozásokba irányuló tőkebefektetések a jólét és a foglalkoztatás növelésének, valamint a növekedés elősegítésének *hatékony módját* jelentik, akkor az ilyen fajta befektetésekből származó tőkejövedelmeket nem ildomos büntető jelleggel adóztatni, mivel tulajdonképpen ezek a jövedelmek jelentik a kockázatos vállalkozásokba való befektetések jutalmát (EC 2003). Ennélfogva a tőkejövedelmek adójának egy viszonylag alacsony szintje testesítheti meg a *közszféra hozzájárulását* az induló vállalkozásokba való befektetések volumenének növeléséhez. Olyan rendszert célszerű alkalmazni, amely nem bünteti a tőzsdén kívüli részvényekbe történő befektetéseket, illetőleg, amely a hosszabb futamidejű befektetésekből származó tőkejövedelmet alacsonyabb adókulccsal sújtja.

Kutatási eredmények igazolták, hogy az adókedvezmények növelik az angyalok befektetési hajlandóságát, noha azt is hangsúlyozzák, hogy az adóterhelés számukra elfogadható szintje még nem elégséges feltétele az informális kockázatitőke-piac növekedésének. Mason és Harrison (1999) különböző makroökonómiai tényezők (kamatlábak, tőzsdei árfolyamok, infláció, ingatlanárak, a tőkejövedelmekre kivetett adók szintje) hatását vizsgálta az üzleti angyalok befektetési tevékenységének aktivitására. Eredményeik arról tanúskodnak, hogy mind közül a legjelentősebb befolyása a tőkejövedelmek adóztatásának van. A válaszó üzleti angyalok megközelítőleg *kétharmada* említette meg, hogy a tőkejövedelmekre kivetett adó szintjének hatása van az informális befektetési tevékenységükre, ráadásul 30 százalékuk ezt a hatást *számottevőnek* is minősítette. Ezek az arányok az összes többi po-

<sup>8</sup> Xarxa d'Inversors Privats.

<sup>9</sup> Ez persze attól is függ, milyen formában veszik ki a vállalkozásból az üzleti angyalok a jövedelmüket.

tenciális befolyásoló tényező esetében lényegesen alacsonyabbak voltak (Mason-Harrison 1999). Egy 2003-ban nyilvánosságra hozott hatástanulmány szerint az Egyesült Királyságban a tőkejövedelmek kedvezményes adóztatása jelentős mértékben ösztönözte a növekvő vállalkozások korai életszakásaiban végrehajtott befektetéseket: a befektetett összeg 52–62 százalékát nem fektették volna be, amennyiben nincs az Enterprise Investment Scheme elnevezésű kedvezményrendszer (Boyns és szerzőtársai 2003).

Az *adókedvezmények* alkalmazásának különféle *módjai* ismeretesek. Ilyen például, ha a fizetendő adó a befektetés évében csökkenthető a befektetett összeg meghatározott százalékával. Egy másik módzat az alacsonyabb adókulcs alkalmazása. Széles körben alkalmazzák az adó megfizetésének elhalaszthatóságát, amennyiben a realizált tőkejövedelmet újrabefektetik. Ebben az esetben az adót csak a részesedések végső értékesítésekor kell megfizetni. Egy negyedik variáció a veszteségek leírásának lehetővé tétele az egyéb, nyereséges befektetésekből származó tőkejövedelmekkel szemben. Egy, az Egyesült Királyságban végzett felmérés arról tanúskodik, hogy az angyalok a befektetési adócsökkentés kedvezményét preferálták (Boyns és szerzőtársai 2003).

Az adórendszeren keresztül érvényesített kedvezmények több szempontból is vonzó eszközt jelenthetik a befektetések ösztönzésének. Az egyik, hogy szemben más ösztönzési formákkal hatókörük a befektetők teljes körére kiterjed. Ugyanis, míg például az információáramlás javítása nem fogja érinteni azokat az üzleti angyalokat, akik ismeretségi körükön kívül nem keresnek befektetési lehetőségeket, addig az adóösztönzők ezeket az angyalokat is bátoríthatják arra, hogy kapcsolati hálójukon belül aktívabban vállalkozzanak befektetésekre. Egy következő szempont, hogy az adórendszert érintő kezdeményezések általában gyorsan felkeltik a média figyelmét, ami az informális kockázatitőke-befektetéseket reflektorfénybe állítva az általános érdeklődést is növelni fogja. A bevezetett adókedvezmények hatására a befektetési és adótanácsadók, a könyvelők saját érdekeiket követve fogják ügyfeleik körében propagálni az üzleti angyal-befektetéseket. Ugyanakkor az adóösztönzők alkalmazása hátrányokkal is jár. Talán a legnagyobb probléma, hogy nehéz célzottá tenni, vagyis nehéz biztosítani azt, hogy a kívánt vállalati kör számára növekedjék a tőkeínálat. Az adóbevételek kiesése pedig az ösztönző rendszer alkalmazását jelentősen megdrágítja (Lumme és szerzőtársai 1998).

### 2.3. *A befektetések ösztönzése tőkegarancia-rendszerek bevezetésén keresztül*

Az üzleti angyalok az átlagosnál kockázatosabb befektetésekre vállalkoznak. Az effektív hozamok befolyásolásán túl lehetőség van olyan kínálatoldali beavatkozásra is, amely a kockázatok mérséklésével ösztönzi a befektetéseket: *tőkegarancia-rendszerek* bevezetésével át lehet vállalni a befektetőktől a kockázat egy részét. A tőkegarancia-rendszerek bevezetése mellett szólhatnak a hasonló elven működő hitelgarancia-rendszerek sikeres példái is.<sup>10</sup>

A garancia célja, hogy ösztönözze a kockázatitőke-befektetéseket a magvető, induló, kezdeti növekedés és expanzió szakaszokban<sup>11</sup>. Előnye az adóösztönzőkkel szemben, hogy sokkal inkább célzott lehet. A tőkegarancia-rendszereknek több fajtája van, és szolgáltatásaikkal sokszor nem kizárólag az üzleti angyalok, hanem egyéb befektetők számára csök-

<sup>10</sup> A sikeres példák között említhetjük a magyar Hitelgarancia Rt. működését is.

<sup>11</sup> Természetesen nem minden garanciarendszer nyújt védelmet üzleti angyaloknak, de néhány közülük kimondottan számukra jelent ösztönzést a befektetés végrehajtásához.

kentik a befektetés kockázatát. Európa számos országában működnek ilyen programok (1. táblázat).

Belgiumban 1999-ben hoztak létre egy regionális tőkegarancia-alapot, amely a növekvő kisvállalkozásokat finanszírozó befektetőket védi azáltal, hogy az esetleges tőkevesztés maximum 50 százalékát átvállalja egy meghatározott összeghatárig (Van Sebroeck 2000). Ausztriában egy állami fejlesztési ügynökség, az AWS<sup>12</sup> nyújthat garanciát az üzleti angyalok befektetéseire.

A legtöbb esetben a befektető keresi meg a garanciavállaló szervezetet, ezért a tőkegarancia-rendszerek kialakítása során szem előtt kell tartani a befektetők igényeit. A befektetőket például elriaszthatja a rendszer rugalmatlan eljárása, bonyolult korlátozó feltételei. Célszerű lehet ugyanakkor olyan szolgáltatást felkínálni a vállalatok számára, mellyel előzetesen felmérhetik, hogy alkalmasak-e a garancia igénybe vételére és ha igen, milyen pénzügyi feltételek mellett. Egy pozitív előzetes vélemény esetén a vállalat vonzóbb befektetési célponttá válhat, és az átvilágítás a létrejövő befektetés során meggyorsíthatja az igénylési eljárást (Lumme és szerzőtársai 1998).

1. táblázat. Néhány európai tőkegarancia-rendszer jellemzői

Ország	A garanciarendszer neve	Működési periódus	Új ügyletek száma	A garancia vállalások értéke (millió€)
Ausztria (Bürgesbank)	Tőkegarancia magánszemélyeknek vagy más befektetőknek	1997–2000 (a rendszer első 4 éve)	174 KKV	29,8
FGG	Technológiai Finanszírozási Program	1997–2000	14 technológia intenzív KKV	7
Belgium	Flamand Garancia Alap	1997–1998	20 innovatív KKV	8,7
Dánia	BDF: Tőkegarancia	1995–1998	143 KKV	58,5
Finnország	Finnvera	1999–2000	Kb. 65 KKV	5,7
Franciaország	SOFARIS	2000	1400 KKV	Kb. 120
Németország	Kfw Kockázati Tőke	1999	177 KKV	144
Hollandia	PPM rendszer	1984–1995	900+ befektetés	182

Forrás: EC 2001, 37. o.

#### 2.4. A tőkepiaci komplementaritások katalizálása

Sokszor úgy tekintenek az intézményesült és az informális kockázatitőke-piacra, mint amelyek egymástól függetlenül működnek. Még a politikai döntéshozók javaslataiban is általában különálló intézkedések formájában fogalmazódnak meg a korai fázisú kockázati-tőke-befektetések ösztönzésére irányuló kezdeményezések az intézményi és informális kockázatitőke-befektetők vonatkozásában, holott az ösztönző kínálatoldali beavatkozás fontos terepe

<sup>12</sup> Austria Wirtschaftsservice Gesellschaft mbH.



lehet a őkepiaci komplementaritások őrsődésének katalizálása. Rendszerint az informális és az intézményesőlt kockázatiőke-piac közötti kapcsolat egyetlen aspektusáról tesznek említést: az őzleti angyaloktól megszerzett forrásnak áttételes hatása van abban az értelemben, hogy vonzóbbá teszi a vállalkozást más lehetséges finanszírozó számára is, így az angyalok befektetései fokozzák az intézményi kockázati őke érdeklődését is az ilyen vállalkozások íránt (Van Osnabrugge–Robinson 2000). Ez az áttételes hatás más pénzügyi közvetítők vonatkozásában is megjelenik: az őzleti angyalok az általuk finanszírozást kapott vállalkozásokat hitelképessé tehetik<sup>13</sup>, őőt találkozzunk olyan esetekkel is, hogy a finanszírozásba bekapcsolódó őzleti angyal mintegy járulékos szolgáltatásként, személyes garanciavállalásával teszi lehetővé a vállalkozás számára bankhitel felvételét (Van Osnabrugge–Robinson 2000).

Azonban az informális és az intézményi kockázatiőke-piac egymást kiegészítő működése nem korlátozódik csupán a fenti áttételes hatásra. A komplementaritás egyéb formái potenciálisan szintén fontosak lehetnek a kockázatiőke-piac kiegyensőlyozott fejlődésében. Ezek magukban foglalják az egymásra épőő befektetéseket a vállalkozások fejlődésének különböző szakaszaiban, a közös befektetéseket, őgyletek átirányítását (deal referral) valamint az őzleti angyalok speciális kockázatiőke-alapokba történő befektetéseit (Harrison–Mason 2000). Megalopozott érvek szólnak amellett, hogy az ilyen egymást kiegészítő kapcsolódás kialakulása kedvező mind az informális, mind pedig az intézményi kockázatiőke-piac számára.

Az informális és az intézményi kockázatiőke-piac egymást kiegészítő szerepének első és legkézenfekvőbb megnyilvánulása a vállalkozás éleťszakaszonként eltérő finanszírozási igényeivel függ őssze: az őzletiangyal-befektetések játsszák a főszerepet a vállalkozás életének első, gyakran legkritikusabb szakaszában, és miután a vállalkozás az első akadályokat sikeresen véve lendőletet vesz, akkor adják át a stafétabotot a kockázatiőke-alapoknak. A kockázati őke intézményes és informális szegmense közötti *munkamegosztás* legtisztább formájában az Egyesőlt Államok kockázatiőke-piacán bontakozott ki, ahol az informális kockázatiőke-piac kisebb méretkategóriájú és a korai fázist finanszírozó befektetéseket végez, különösen a technológia alapú vállalkozások körében, az intézményi kockázatiőke-iparág pedig a nagyobb szabású második körös és rákövetkező szintű őkebefektetésekre fókuszál (Karsai 2000). A legutóbbi kutatási eredmények arra engednek következtetni, hogy a hazai technológia alapú induló vállalkozások finanszírozásában is megjelenik ez a fajta egymásra épülés: a felmérés mintájában szereplő tíz, intézményi kockázatiőke-befektetésben részesőlt hazai high-tech cég közül négy nyilatkozott őgy, hogy kapott korábban angyali őkét (Szerb–Varga 2002).

A két piaci szegmens közötti munkamegosztás kölcsönös előnyőket hordoz. Egy hatékony és fejlett informális kockázatiőke-piac mellett több befektetési lehetőség adódhat, és ennélfogva növekedhet a kockázatiőke-iparág intézményei elé kerülő jó minőségű, „előszűrt” befektetési javaslatok száma, lehetővé téve, hogy csökkenjenek az átvilágítással kapcsolatos fix tranzakciós költségek. Ezzel párhuzamosan az őzleti angyaloknak is szükségőik van a pezsgő intézményi kockázatiőke-piacra ahhoz, hogy adott esetben az általuk finanszírozott vállalkozások őjabb őokeinjekcióhoz juthassanak, megteremtve így az esélyét a kiszállásnak és a őokejővedelem realizálásának.

<sup>13</sup> Ezért is lehetséges az, hogy olyan nagy kereskedelmi bankok, mint például a NatWest, komoly őzleti lehetőséget látnak az őzleti angyalok tevékenységében a maguk számára (Osman 1998, 52. o.).

A két piaci szegmens közötti komplementaritás újabb megnyilvánulási formája lehet, amennyiben az üzleti angyalok (mint társbefektetők) a kockázatitőke-alapokkal *párhuzamosan fektetnek be*. Ennek során egyfelől a kockázatitőke-alapok felhasználhatják az angyalok specifikus műszaki–technológiai hozzáértését vagy vállalkozói tapasztalatát a befektetési lehetőségek átvizsgálásának szakaszában. Másfelől a befektetést követően a portfóliócéggel való kapcsolat fenntartásához elegendőnek bizonyul kisebb időráfordítás is a kockázati tőkés részéről, hiszen az üzleti angyal aktív közreműködése ezt kiváltja. Az üzleti angyalok mint társbefektetők a kockázatitőke-alapok számára csökkentik a kisebb összegű befektetésekkel járó tevékenységek fajlagos költségeit. Természetesen az angyal számára is előnyös lehet a kockázatitőke-alap oldalán végzett közös befektetés, hiszen ezáltal jobb minőségű befektetési lehetőségekhez jut, csökkenő mértékű kockázat mellett. Másrészről a társbefektetés emeli az üzleti angyalok által elérhető ügyletek felső összегhatárát is, és ez főleg ott lehet hasznos, ahol a magánbefektetői szindikátusok létrehozására korlátozott a lehetőség (Harrison–Mason 2000).

A két piac komplementaritása az ügyletekre vonatkozó *információk megosztásában, átadásában* is tetet ölthet. Így például a kockázatitőke-cégek számára az üzleti angyalok hálózataival fenntartott élő kapcsolat lehetőséget ad arra, hogy tovább áramoltassák azokat a befektetési lehetőségeket, amelyek – noha elvileg finanszírozhatók lennének – nem illeszkednek az alap befektetési kritériumrendszerében a méret, az életszakasz vagy szektor tekintetében. Az üzleti angyalok pedig átirányíthatják a kockázatitőke-alapokhoz az olyan ügyleteket, amelyek kívül esnek a rendelkezésre álló forrásaik vagy a szaktudásuk által szabott kereteken, persze ezáltal mind minőségében, mind mennyiségében javítják az alapok előtt megnyíló befektetési lehetőségek körét. Az együttműködés hatékonysága a két szegmens között működő kommunikációs csatornákon múlik. Hazánkban az együttműködés sajátos formája alakult ki: a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület egyéni tagjai sorában néhány üzleti angyalt is találunk, ami valószínűsíti az informális és intézményi kockázatitőke-piac közötti információáramlás meglétét, és a két piac bizonyos mértékű összefonódását.

Néhány kockázatitőke-cég arra tesz kísérletet, hogy a magas jövedelmű magán-személyek számára vonzóvá tegye az általa kezelt *alapba történő befektetést*<sup>14</sup>. Bizonyos értelemben ez is a komplementaritás egy fajtáját jelenti (habár szűk értelemben véve az ilyen módon befektetők nem is tekinthetők üzleti angyaloknak). Ez a forma különösen azon magánbefektetők számára lehet csábító, akik a befektetési lehetőségek felkutatásában hátrányban vannak (idő- vagy információhiány miatt), illetve az olyan potenciális angyalok számára, akiket egyébként elriaszt az önálló, közvetlen befektetéstől az, hogy úgy érzik, nem képesek megfelelően értékelni a befektetési lehetőségeket, illetve nyélbe ütni az ügyletet. Az üzleti angyal az alapon keresztül szindikálhatja befektetéseit. Ezáltal egyfelől csökkentheti a kockázatok, másfelől részesülhet a kockázati tőkések forráskihelyezésben, az ügyletek átvizsgálásában és lebonyolításában szerzett szakértelmének előnyeiből. A fiatal csúcstechnológiai vállalkozásokra specializálódott kockázatitőke-cégek számára a magánbefektetők megnyerése nagyon csábító lehetőségnek tűnik, mivel a források összegyűjtésekor általában nehézségekkel találják szembe magukat. Ráadásul az üzleti angyalok „türelmes” befektetőként élnek a köztudatban, akik az intézményi befektetők elvárásainál hosszabb befektetési

<sup>14</sup> Egy hasonló kezdeményezés valósult meg kormányzati bábáskodás mellett Szingapúrban: egy 10 millió dolláros *Üzleti Angyal Alapot* hoztak létre, hogy ösztönözzék az angyalok befektetési aktivitását (a külföldi angyalokét is) szingapúri induló cégekbe (Van Osnabrugge–Robinson 2000).

időtávoktól sem riadnak vissza. Ezáltal csökken a kockázatitőke-alapok menedzsereire nehezedő nyomás, hogy rövid idő alatt produkálják a hozamelvárásokat (amely nyomás egyébként a későbbi fázisú és nagyobb méretkategóriájú ügyletek felé terelné őket). Az üzleti anyagoktól történő forrásgyűjtés tehát a *klasszikus kockázatitőke-befektetési tevékenység továbbélése eszközeinek* tűnik (Harrison–Mason 2000).

### 3. Beavatkozási lehetőségek az informális kockázatitőke-piac keresleti oldalán

Egy több EU-tagállam támogatási politikájára kiterjedő kutatás megállapította, hogy a kockázatitőke-piac ösztönzésének legeredményesebb módja a *keresletoldali beavatkozás* (Harding 2002). A kockázati tőke iránti keresletet az ígéretes ötletekre épülő jól kidolgozott projektek száma és a befektetések fogadására való felkészültség (investment readiness) határozza meg. Ezekre a tényezőkre a kreativitást, az innovációt, a kockázatvállalást és a vállalkozóképességet ösztönző környezet megteremtésével lehet hatni. Nem kevésbé fontos a szakmai felkészültség megszerzésének és fejlesztésének elősegítése. A jól működő oktatási és innovációs rendszer, a szellemi tulajdon védelmét hathatósan szolgáló szabályozás, továbbá a vállalkozóvá válást ösztönző intézkedések képezhetnek olyan keretfeltételeket, amelyek elősegítik az ötletek megszületését és a kreativitás felbukkanását. A túlszabályozás, az intézményi és adminisztratív akadályok (pl. a túlságosan bonyolult vállalkozásalapítási eljárás, a jogszabályok betartásának magas költsége) viszont gátolják a kockázatvállalást mind a megalakulás küszöbén álló, mind a tevékenységüket kiterjeszteni szándékozó vállalkozások körében.<sup>15</sup>

#### 3.1. A vállalkozói kultúra fejlesztése

A kulturális tényezők kétségtelenül befolyásolják a vállalkozóképességet, elegendő akár a kockázatkerülésre, akár a vállalkozók társadalmi elismerésére gondolni. Így például általános megfigyelés az, hogy az európai mentalitást a kockázatkerülés, a biztonságra való törekvés jellemzi, ebből következően a pénzügyi kockázat tendenciózusan nagyobb súlyt képvisel a döntésekben, mint az ezzel összefüggő lehetőségek. A vállalkozás sikertelenségével, egy állás elvesztésével szemben tapasztalható negatív társadalmi attitűd nem ösztönzi a kockázatvállalást. Európával ellentétben az Egyesült Államokban mindezt értékes tapasztalatként fogadják és ismerik el, nem kapcsolódik hozzá társadalmi megbélyegzés. Ez is oka annak, hogy az *európai*<sup>16</sup> finanszírozási kultúrába lassabban épül be a külső finanszírozás hagyományos eszközeinek lehetséges alternatívájaként a kockázatitőke-bevonás.

A *vállalkozóképesség* és képesség az egyik legfontosabb keresletoldali tényező, mely feltételezi az egyén motivációját és képességét, és igényli az ilyen hozzáállást értékelő és bátorító környezetet. A vállalkozói, kulturális és finanszírozási hagyományokban mutatkozó különbségek következtében a vállalkozók eltérő attitűdökkel és eltérő körülmények között igyekeznek finanszírozási forrásokat találni. Gyakran előfordul, hogy a vállalkozók általában többre értékelik a vállalkozás feletti saját, személyes befolyásukat azoknál a növekedési le-

<sup>15</sup> Empirikus kutatások erős negatív korrelációt mutattak ki a vállalkozás útjában álló akadályok, valamint a korai és az expanziós szakaszba történő kockázatitőke-befektetések között: azokban az országokban, ahol könnyebb vállalkozni, aktívabb kockázatitőke-piacot találunk (Baygan–Freundenberg 2000).

<sup>16</sup> Ez alól talán csak az Egyesült Királyság a kivétel.

hetőségeknél, amelyeket egy külső tulajdonos bevonásával érhetnének el. Mindez szűkíti a kockázatitőke-piac keresleti oldalát. A kulturális korlátok legyőzése csak hosszú távon képzelhető el.

A kulturális tényezők szerepét felismerve az Európai Unió, és azon belül több ország is törekszik a vállalkozói kultúra fejlesztésére. Jó példa erre, hogy a brit kormány a gazdaság fejlesztését szolgáló intézkedések részeként kezeli a sikeres vállalkozók és az üzleti angyalok szerepének népszerűsítését. Ettől azt várják, hogy a gazdaság és a vállalkozások számára is előnyös hatásokkal jár, mivel:

- kedvezőbbé válik mind a sikeres vállalkozók, mind az üzleti angyalok megítélése és javul a társadalomban élvezett megbecsülésük,
- erősödik a késztetés arra, hogy az emberek a versenyszférában igyekezzenek sikereket elérni, és vállalkozást indítsanak,
- a potenciális üzleti angyalok ösztönzést és bátorítást kapnak,
- ezen szerepmodellek népszerűsítése hozzásegít a vállalkozóvá, üzleti angyallá váláshoz szükséges szemlélet és felkészültség a megszerzéséhez is. (Osman 2000)

Az *oktatás* is fontos eszköz lehet a vállalkozói attitűd fejlesztésében, hiszen már egészen fiatal korban, az iskolában el lehet kezdeni a vállalkozásra nevelést. Az Európai Bizottság ezt felismerve indította el a „*Vállalkozásra való oktatás és képzés*” projektet, amelyben célul tűzték ki, hogy ösztönözzék a vállalkozás (entrepreneurship) tanítását az oktatási rendszerben, az általános iskolától kezdve egészen az egyetemig. Több országban olyan programok működnek, melyek a gyakorlaton keresztül megszerzett tudásra (learning by doing) alapoznak. Ennek keretében például „mini vállalatokat” hoznak létre, melyeket a tanulók irányítanak, ami széles körben elterjedt eszköz a vállalkozói készségek fejlesztésére. Svédországban és Finnországban üzleti terv pályázatokat hirdetnek meg az egyetemeken azzal a céllal, hogy felpozítsák a fiatalok vállalkozási kedvét (EC 2003). A *Gate2Growth* program keretében a Bizottság támogatta az Európai Magán- és Kockázati Tőke Szövetséget egy nyolc egységből álló kurzus tantervének összeállításában. Ennek használata lehetővé teszi az európai egyetemek és más felsőoktatási intézmények számára, hogy egy félév során a kockázatitőke-finanszírozás alapjaira oktassák hallgatóikat, és arra ösztönözzék a vállalkozói ötletekkel rendelkező fiatalokat, hogy saját üzletüket kockázati tőke felhasználásával finanszírozzák.

Az általános társadalmi és a vállalkozói kultúra fejlesztése tehát nagyon fontos az üzleti angyalok, illetve a vállalkozások ösztönzésében, és ebbe – hosszabb távon – a közszféra hatékonyan tud beavatkozni. A vállalkozó kedv növelése, a vállalkozói kultúra fejlesztése ösztönzőleg hathat a vállalkozásindításra.

### 3.2. *Felkészültség a befektetések fogadására*

Az egész kockázatitőke-piacot, beleértve annak informális részét is, a versenyhelyzet jellemzi. Csak a legjobb projektek jutnak anyagi tőkéhez, és közülük is csak kevés ér el gyors növekedést. Az erős versenyhelyzetben a siker esélye azáltal növelhető, ha *felkészítik* a vállalkozókat a *befektetések fogadására*. Az „egymásra találást” nagyban elősegíti, ha a vállalkozók tisztában vannak a finanszírozási módok sajátosságaival és az angyalok speciális elvárásaival.

A felkészültség több vonatkozásban is rendkívül fontos. Először is szükséges, hogy a vállalkozó képes legyen *meggyőzően bemutatni* a potenciális befektetők számára az üzleti

ötletet. Ez feltételezi, hogy a vállalkozó felismerje, megértse az angyalok aggályait, és el is tudja oszlatni azokat az üzleti terv előadása során. Gyakran előfordul, hogy a vállalkozó nem képes beleképzelni magát a befektető helyzetébe, és elképzeléseit úgy találja, hogy a leendő üzleti angyal nem jut hozzá a számára fontos információkhoz. Tapasztalatok szerint a vállalkozóknak leginkább a vállalat értékével, a kiszállási lehetőségekkel, a kisebbségi részesedések birtokosainak védelmével, az adózási megfontolásokkal kapcsolatos kérdésekben kell felkészültnek lenniük. Másodsor, csak az a vállalkozó tekinthető felkészültnek, aki *képes is sikeresen megvalósítani* az üzleti elképzeléseit. Végül, a felkészültség azon is múlik, hogy a vállalkozó *hajlandó-e* a növekedési lehetőségek kihasználása érdekében a vállalkozás függetlenségének egy meghatározott részéről *lemondani*. A felkészültség javításában kulcsszerepe lehet az üzletiangyal-hálózatoknak.

Egy fogadókészséget fejlesztő programot három fő cél figyelembe vételével érdemes kialakítani:

- meg kell ismertetni a vállalkozókat az elérhető finanszírozási lehetőségek sajátosságaival,
- segíteni kell őket befektetésre alkalmas üzleti ajánlatok elkészítésében, illetve
- segíteni kell őket abban, hogy üzleti ötleteiket vonzóvá tehessék a befektetők számára egy prezentáció során.

Ebből az is következik, hogy a befektetés iránti fogadókészség fejlesztéséhez több szakaszból álló megoldásra van szükség (SBS 2001). Az első szakaszban olyan, a *tájékozottságot* szélesebb körben *növelő* rendezvények juthatnak nagy szerephez, mint például workshopok vagy szemináriumok, melyek lehetővé teszik a vállalkozók számára, hogy minél többet tudjanak meg az elérhető finanszírozási lehetőségekről, azok előnyeiről és hátrányairól, a potenciális finanszírozási források terjedelméről, illetve arról, hogy a befektetők mire figyelnek különösképpen egy üzleti javaslatban, hogyan kell meghatározni a vállalkozás finanszírozási szükségletét és hogyan kell azt bemutatni a befektetőknek.

Az ezt követő szakasz talán a legkritikusabb a fogadókészség fejlesztésének folyamatában. Olyan *szakterületeket érintő konkrét kérdésekben* kell segítséget nyújtani a vállalkozók számára, mint a marketing, a stratégia, a piaci analízis és pozicionálás, a menedzsment, szellemi termékekhez kapcsolódó jogok és a pénzügyi tervezés. A tanácsadást az egyes vállalkozások sajátos igényeire kell szabni. Ez a szakasz hosszúra nyúlhat, és magában foglalja a mentorálást és tréninget is.

A következőkben óriási jelentőséghez jut az üzleti ötlet sikeres *bemutatására való felkészítés*, történjen az akár írásban: üzleti terv vagy más dokumentum formájában, akár személyes előadás keretében. A cél: vonzóvá tenni a projektet a befektetők számára, ennek érdekében segíteni kell a vállalkozókat annak megértésében, hogy milyen információkat keresnek a befektetők, milyen kérdéseket fognak minden bizonnyal feltenni, és hogyan kell magukat és javaslatukat a potenciális befektető számára – csúnyán fogalmazva – „becsomagolni”. A nyilvános bemutatkozás fortélyainak elsajátításában sokat segíthet tapasztalt befektetők bevonása vagy az előadás elpróbálása szakértő hallgatóság előtt.

Végül, de nem utolsósorban a vállalkozóknak szükségük lehet arra is, hogy segítséget kapjanak a potenciális *befektetők felkutatásához*, azonosításához, valamint sikeres egymásra találás esetén az ügylet lebonyolítása során felmerülő *problémák megoldásához*.

A befektetők követelményeivel szemben elmaradó vállalkozói felkészültségen többféle szolgáltatás felkínálásával lehet javítani. Ilyen szolgáltatásra mutat példát az Európai

Unió *eContent* programja részeként az Egyesült Királyságban futó „*alRe*” projekt. Ennek keretében a finanszírozót kereső vállalkozók kezébe olyan eszközt adnak, amellyel értékelhetik saját felkészültségüket a befektetés fogadására, továbbá képességfejlesztő szolgáltatásokat kínálnak fel, és információkat is nyújtanak. A projekt egyik fontos tanulsága, hogy nem vezet könnyű út a tőke megszerzéséhez: még egy teljes mértékben felkészült előterjesztés birtokában is átlagosan 12–16 hetet kellett rászánni a befektető felkutatására (EC 2003).

#### 4. Az informális kockázatitőke-piac hatékonyságának növelését célzó beavatkozások: közvetítő intézmények működtetése

Az informális kockázatitőke-piac alacsony hatékonyságát leginkább az jelzi, hogy az angyalok rendre arról számolnak be, hogy szívesen vállalkoznának több befektetésre, ha a befektetési kritériumrendszerüknek megfelelő ajánlatokat tennének eléjük. Mindeközben az innováció-orientált, növekedni képes vállalkozások nagy részének problémát okoz a fejlődéshez szükséges forrásokhoz való hozzájutás (Kosztopolosz–Makra 2004). Az sem meglepő, hogy a befektetők nagyobb részt elégedetlenek a létező kommunikáció csatornákkal (Harrison–Mason 1996).

Az informális kockázatitőke-piac aktívabb és hatékonyabb működéséhez a hatékonyságot gátló tényezők lebontásán keresztül vezet az út. A vállalkozók és a befektetők között tátongó „információs szakadék” áthidalása közvetítő intézmények létrehozásával, vagyis az informális piac bizonyos fokú „formalizálásával” érhető el. Ezek a közvetítő intézmények (általánosan használt terminológiával: üzletiangyal-hálózatok) egyfajta információs csatornát képeznek a befektetni szándékozó üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között. Működésükkel az informális kockázatitőke-piac alacsony hatékonyságának két fő okára igyekeznek gyógyírt találni, nevezetesen: az üzleti angyalok rejtőzködő magatartására, valamint a (mindkét oldalt sújtó) tetemes keresési költségekre. A hálózatok alapvető feladata a befektetők és a vállalkozások egymásra találását segítő, közvetítő, „összepárosító” szolgáltatások (matchmaking services, business introduction services) nyújtása (Kosztopolosz–Makra 2004).

Az üzletiangyal-hálózatok lehetnek az informális kockázatitőke-piac fejlesztését célzó állami szerepvállalás *kulcsintézményei*. A hálózatokra irányuló illetve a hálózatok bevonásával megvalósuló beavatkozások három lehetséges területen fejthetik ki hatásukat (EC 2003).

Az első ilyen terület a hálózatok működési feltételeinek kialakítását foglalja magában, és különféle szabályozási kérdéseket ölel fel. Így, többek között, el kell dönteni, hogy a vállalkozásfejlesztés intézményrendszerében hol kapjon helyet a létrehozandó üzletiangyal-hálózat, vagy, hogy milyen regionális szervezetben működjön. Az is előfordulhat, hogy az üzletiangyal-hálózatok működését különféle jogszabályok akadályozzák.<sup>17</sup> A befektetéseket érintő új szabályozások kialakítása során fontos szem előtt tartani informális kockázati-tőke-piac érdekeit is.

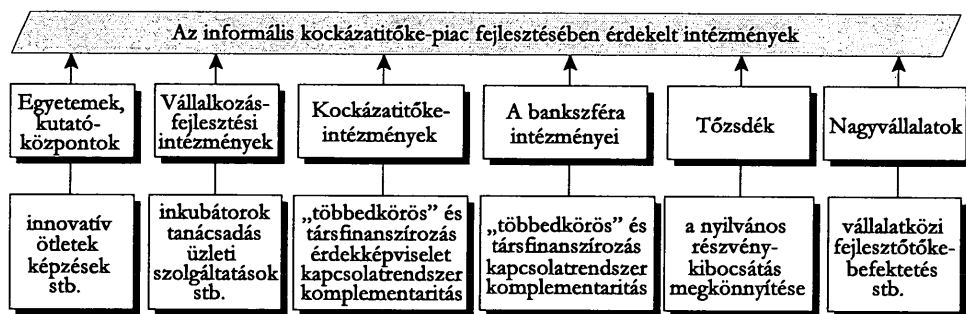
<sup>17</sup> Így például több országban az üzletiangyal-hálózatok nem tesznek befektetési ajánlatokat, hogy kikerüljenek a befektetési tanácsadás végzéséről szóló jogszabályok hatálya alól. A hálózatok díjbevételeit illetően is eltérő a jogrendszerek hozzáállása. Az Egyesült Királyságban működő hálózatok ugyan megállapíthatnak sikerdíjat, azonban ha profitot érnek el, kiterjed rájuk a pénzügyi szolgáltatásokra vonatkozó jogszabály hatálya, ami jelentősen megnöveli adminisztratív terheiket (EC 2003).

A nemzetközi tapasztalatokból kitűnik, hogy az állami szerepvállalás akkor lehet igazán eredményes, amennyiben a hálózatok *támogatásában* is testet ölt (Kosztopulosz–Makra 2004), mindaddig, míg a piac eléri azt a fejlettségi fokot, hogy a hálózat képes lesz az önfenntartó működésre. A támogatással párhuzamosan célszerű a hálózatokra telepíteni az informális kockázatitőke-piac szervezésével és fejlesztésével kapcsolatos alapvető funkciókat. Így például a hálózatokra fontos szerep hárulna a jó minőségű és sikeres közvetítési szolgáltatás mellett

- a széleskörű tájékoztatásban, népszerűsítésben, az informális kockázatitőke-piac közismertté tételében,
- az üzleti angyalok és a vállalkozók képzésében, illetve
- a vállalkozók felkészítésében a befektetés fogadására.

A közvetítés hatékonyságához, valamint a fenti feladatok sikeres végrehajtásához hozzájárulhatnak a különféle, részben a közszférában működő intézményekkel történő hosszú távú együttműködések (2. ábra). Az ilyen kapcsolatok kialakulásának katalizálása jelentheti az állami szerepvállalás harmadik formáját a hatékonyan működő informális kockázatitőke-piac érdekében.

2. ábra. Az informális kockázatitőke-piac fejlesztésében érdekelt intézmények



Forrás: Makra–Kosztopulosz 2004, 722. o.

Ebben a folyamatban az első lépés a más üzletiangel-hálózatokkal történő együttműködés kialakítása lehet tapasztalatcserén, közös fórumok szervezésén, közös képzési programok indításán keresztül. Az európai kockázatitőke-piac egységesülése növelni fogja a lehetőséget (és a nyomást is) a határokon átvéelő együttműködésekre, melyek segítségével a hálózatok növelni tudják a sikeres közvetítés valószínűségét olyan parányi méretű piaci szegmensekben (fülkékben) is, mint amilyenekkel a csúcstechnológia területén találkozhatunk.

A hálózatok azzal is emelni tudják a projektjeik színvonalát és számát, hogy együttműködnek vállalkozásfejlesztési intézményekkel, egyetemekkel, kutatóközpontokkal.

A formális és az informális kockázatitőke-piaci szegmens közti komplementaritások kihasználása hatékonyabb lehet, ha a hálózatok kooperálnak a kockázatitőke-intézményekkel. Ugyanez érvényes az egyéb pénzügyi közvetítő intézményekkel, például bankokkal illetve a tőzsdékkal való kapcsolatrendszer kialakítására. A szinergiában rejlő lehetőségek kiaknázásának terepéént szóba jöhetnek az üzleti angyalok és a vállalati kockázatitőke-

befektetők (corporate venturing) közötti együttműködések is. Itt kell megemlíteni, hogy a hálózatok aktívan bekapcsolódhatnak üzletiangel-szindikátusok szervezésébe is.

A közszféra támogatása lehetővé teszi, hogy a hálózatok javítsák a felkészültséget a befektetések fogadására, megkönnyítsék az egymásra találást, megszervezzék az ismertséget javító programokat, képzéseket végezzenek illetve egyéb támogatást nyújtsanak. Ezekkel a tevékenységekkel helyi szinten növelik a jólétet és munkahelyeket teremtenek. Főként a helyi és regionális szervek látják hasznát a saját régiójuk szempontjából az üzletiangel-hálózatok tevékenységének.

## 5. Javaslatok a hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztése érdekében

Visszatérve a bevezetésben említett feltételekhez, befejezésül néhány konkrét javaslatot fogalmazunk meg a hazai informális kockázatitőke-piac fejlesztése érdekében.

1. Mivel hazánkban az üzletiangel-befektetők fogalma és tevékenysége kevésbé ismert, ezért annak érdekében, hogy a kockázatitőke-finanszírozás gyakorlata közismertté és megszokottá váljon az üzleti életben, elengedhetetlen egy tájékoztató kampány indítása, tanulmányok, publikációk közzlése, sikertörténetek, brosúrák, hirdetések megjelentetése stb., hogy a lehetséges üzleti angelok és a finanszírozót kereső vállalkozók megismerjék az új finanszírozási mód előnyeit.
2. A hazai kisvállalkozás-fejlesztési politika eddig nem ismerte fel az informális kockázatitőke-befektetésekben rejlő lehetőségeket, és nem is érzékelhető kormányzati szándék ezen újszerű finanszírozási forma „felkarolására” (Makra–Kosztópulosz 2004). Ez a szándék a közvetlen intézkedéseken túl testet kell öltösn olyan kezdeményezésekben is, melyek az ígéretes befektetési lehetőségek számának gyarapodását célozzák. Ehhez több területet (például oktatás-, innováció- és vállalkozásfejlesztési politika) érintő összehangolt beavatkozásra van szükség. Pozitív változások ezen a téren így is csak hosszabb távon várhatók.
3. A viszonylag fejletlen hazai informális kockázatitőke-piacon a kereslet és a kínálat a szokásosnál is nehezebben képes egymásra találni. Hazánkban 2000. júniusa óta működik a Magyar Innovációs Szövetség és az INNOSTART Nemzeti Üzleti Innovációs Központ Alapítvány által létrehozott *Üzleti Angel Klub*, amely személyes és elektronikus közvetítés segítségével biztosít fórumot innovatív vállalkozások és befektetők számára. Az évente 2–3 alkalommal megrendezett találkozók és a – két év alatt – 15–20 bemutatott vállalkozás hazai „angel-piacot” élénkítő hatása azonban korlátozottnak tekinthető. Égetően szükséges volna felállítani egy olyan intézményt, amely a piac érdemi fejlesztésének főszereplője lehet. Célszerűnek látszik a fejlesztési feladatokat (ezek mellé forrásokat is rendelve) egy üzletiangel-hálózat típusú intézményre bízni, amely a szokásos közvetítő szolgáltatások végzésén túl képzési, tanácsadási, érdekképviselési feladatokat is elláthatna.
4. Ezen hálózat egyik fő funkciója az lehetne, hogy a vállalkozásokat felkészítse a befektetések fogadására. A sikeresen működő felkészítő programok hozadékaként növekedhet a kockázatitőke-befektető után aktívan (és eredményesen) kutató vállalkozások száma.
5. Az informális kockázatitőke-piac jelenlegi méretéről, sajátosságairól kevés információval rendelkezünk. Alapvető fontosságú lenne egy átfogó felmérés elvégzése, illetve



a folyamatos információgyűjtés a hazai informális kockázatiőke-piac helyzetéről, amire támaszkodva valóban megalapozott kínálatorientált fejlesztési döntések születhetnek. Például egy ilyen felmérés eredményei alapján nyílna lehetőség a legjobb hatásfokú befektetés-ösztönző adókedvezmény-rendszer kialakítására és bevezetésére.

Az effajta komplex intézkedések jelentős mértékben hozzá tudnának járulni a növekedésorientált kisvállalkozások finanszírozási gondjainak enyhüléséhez, a gazdasági növekedéshez, a munkahelyek számának gyarapodásához és a gazdaság versenyképességének erősödéséhez.

### Felhasznált irodalom

- Benjamin, G. A. – Margulis, J. 1996: *Finding your wings: how to locate private investors to fund your venture*. Wiley, New York.
- Baygan, G. – Freudenberg, M. 2000: *The internationalisation of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy*. STI Working Paper, 7, OECD, Párizs.
- Boyns, N. – Cox, M. – Spires, R. – Hughes, A. 2003: *Research into the Enterprise Investment Scheme and Venture Capital Trusts*. <http://www.inlandrevenue.gov.uk/research/report.pdf>. (Letöltve: 2004. január 10.)
- EC 2001: *Innovative instruments for raising equity for SMEs in Europe*. European Commission, Brüsszel.
- EC 2003: *Benchmarking business angels. „BEST” report*. Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburg.
- Harding, R. 2002: Plugging the knowledge gap: an international comparison of the role for policy in the venture capital market. *Venture Capital*, 1, 59–76. o.
- Harrison, R. T. – Mason C. M. 2000: Venture capital market complementarities: the links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital*, 3, 223–242. o.
- Harrison R. T. – Mason C. M. 1996: Informal venture capital. In: Harrison, R. T. – Mason, C. M. (szerk.): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 89–101. o.
- Karsai J. 2000: A kockázati őke szerepe a technológiai alapú induló vállalkozások finanszírozásában. In: Román Z. (szerk.): *Felzárkózás és EU csatlakozás*. MTA Ipar- és Vállalatgazdasági Bizottság, Budapest, 324–330. o.
- Kosztopolosz A. 2004a: Az Európai Unió kockázati őkével kapcsolatos politikája és intézményei. In: Botos Katalin (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEPress, Szeged, 68–88. o.
- Kosztopolosz A. 2004b: Befektetők vagy angyalok? Az informális kockázatiőke-befektetések motivációi. In: Garai L. – Czagány L. (szerk.): *A szociális identitás, az információ és a piac. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2004*. JATEPress, Szeged, 327–341. o.
- Kosztopolosz A. – Makra Zs. 2004: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázatiőke-piac élénkítésében. In: Botos Katalin (szerk.): *Pénzügyek a globalizációban*. JATEPress, Szeged, 89–109. o.
- Lerner, J. 1998: „Angel” financing and public policy: An overview. *Journal of Banking & Finance*, 22, 773–783. o.

- Lumme, A. – Mason, C. M. – Markku, S. 1998: *Informal venture capital. Investors, investments and policy issues in Finland*. Kluwer, Dordrecht.
- Makra Zs. – Kosztópulosz A. 2004: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 51, 7, 717–739. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1999: Public policy and the development of the informal venture capital market – UK experience and lessons for Europe. In: Cowling, K. (szerk.): *Industrial Policy in Europe: Theoretical perspectives and practical proposals*. Routledge, London, 199–223. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002: Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investments. *Journal of Business Venturing*, 17, 211–236. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2004: Does investing in technology-based firms involve higher risk? An exploratory study of the performance of technology and non-technology investments by business angels. *Venture Capital*, 4, 313–332. o.
- Osman P. 1998: *Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és középvállalatok létrehozásában, fejlesztésében*. OMFB, Budapest.
- Osman P. 2000: Hogyan lesznek nálunk üzleti angyalok. *Pénzügyi Szemle*, 11–12, 1060–1073. o.
- SBS 2001: *Investment readiness – Bidding Guidance for Demonstration Projects*. The Small Business Service, Sheffield.
- Sullivan, M. K. – Miller, A. 1996: Segmenting the informal venture capital market: economic, hedonistic and altruistic investors. *Journal of Business Research*, 36, 25–35. o.
- Szerb L. – Varga A. 2002: High tech venture capital investment in a small transition country: the case of Hungary. In: Bartzokas, A. – Mani, S. (szerk.): *Financial systems, corporate investment in innovation and venture capital*. Edgar Elgar, London, 290–321. o.
- Van Osnabrugge, M. 2000: A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: an agency theory-based analysis. *Venture Capital*, 2, 91–109. o.
- Van Osnabrugge, M. – Robinson, R. J. 2000: *Angel investing. Matching start-up funds with start-up companies – The guide for entrepreneurs, individual investors and venture capitalists*. Jossey-Bass, San Francisco.
- Van Sebreeck, H. 2000: *The financing of innovation with venture capital*. Federal Planning Bureau, Brüsszel.